

Tilburg University

ECB, EMU en Euro

Eijffinger, S.C.W.

Published in:
Bedrijfskunde: Tijdschrift voor Modern Management

Publication date:
1997

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Eijffinger, S. C. W. (1997). ECB, EMU en Euro. *Bedrijfskunde: Tijdschrift voor Modern Management*, 69(3), 14-21.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

ECB, EMU EN EURO

PROF. DR. S.C.W. EIJFFINGER*

DE EUROPESE CENTRALE BANK

Volgens het Verdrag van Maastricht zal op uiterlijk 1 januari 1999 een Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) worden opgericht, dat bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de Europese Unie. Het verdrag verschaft te zamen met de Statuten van het ESCB en de ECB een degelijke wettelijke basis voor het gemeenschappelijke monetaire beleid in de EMU. Verder bevat het verschillende bepalingen die de onafhankelijkheid van het ESCB en de ECB garanderen. Eigenlijk zijn deze statuten grotendeels godelleerd overeenkomstig de wet voor de Deutsche Bundesbank (vergelijk: Deutsche Bundesbank, 1989). De primaire doelstelling van het ESCB dient het handhaven van prijsstabiliteit te zijn. Zonder aan deze doelstelling afbreuk te doen, moet het ESCB eveneens het algemene economisch beleid in de unie ondersteunen. De Raad van Bestuur ('Governing Council') van de ECB, waarin de leden van de Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken zitting hebben, formuleert het monetaire beleid binnen de EMU. De Directie ('Executive Board') van de ECB bestaat uit de President, de Vice-President en vier

andere leden en is verantwoordelijk voor de uitvoering van het Europese monetaire beleid. De Directie wordt benoemd door de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten zonder derogatie, op aanbeveling van de Raad van Ministers en na raadpleging van het Europees Parlement en de Raad van Bestuur van de ECB. Zij wordt voor een periode van acht jaar benoemd, zonder het recht van herbenoeming. De ECB en de nationale centrale banken zijn niet geoorloofd instructies te vragen of te aanvaarden van een gemeenschapsinstelling, regering of enig ander lichaam binnen de unie. Ten slotte dient elke nationale centrale bank uiterlijk op de dag van de oprichting van het ESCB een onafhankelijke positie te hebben. Dit betekent onder andere dat alle Presidenten van de nationale centrale banken minimaal voor vijf jaar benoemd moeten worden en alleen in zeer uitzonderlijke gevallen (incompetentie of ernstig wangedrag) van hun functie ontheven kunnen worden.

De regeringen van de Europese Unie hebben in het geval van de ECB blijkbaar gekozen voor de wettelijke benadering ('legislative approach'), dus voor het door een wet creëren van een zeer onafhankelijke centrale bank met een dui-

SAMENVATTING

Binnen twee jaar zal zich naar alle waarschijnlijkheid een proces hebben voltrokken dat zijn weerga in de economische en monetaire geschiedenis van Europa niet kent. Ondanks alle twijfel zal een aantal lidstaten in de Europese Unie dan vrijwel zeker overgaan tot de vorming van een Economische en Monetaire Unie (EMU) en de oprichting van een Europese Centrale Bank (ECB), die

verantwoordelijk zal zijn voor de gemeenschappelijke Europese munt, de euro. In dit artikel zal een overzicht worden gegeven van de voornaamste wijzigingen in de positie van de nationale centrale banken, de aanpassingen in het nationale monetaire beleid, de gevolgen voor de banken, andere financiële instellingen en bedrijven.

* PROF. DR. S.C.W. EIJFFINGER IS HOGLERAAR MONETAIRE ECONOMIE AAN HET EUROPA COLLEGE TE BRUGGE, HOGLERAAR ALGEMENE ECONOMISCHE POLITIEK AAN DE HUMBOLDT UNIVERSITEIT TE BERLIJN EN FELLOW VAN HET CENTER FOR ECONOMIC RESEARCH VAN DE KATHOLIEKE UNIVERSITEIT BRABANT TE TILBURG. VERDER IS HIJ VOORZITTER VAN DE REDACTIE VAN FINANCIËLE & MONETAIRE STUDIES (VOORHEEN ROTTERDAMSE MONETAIRE STUDIES)

delijk mandaat om zich te richten op prijsstabiliteit. De keuze voor deze benadering was ingegeven door het succes van de Bundesbank bij de handhaving van één van de laagste inflatiegraden gedurende meerdere decennia. Daarnaast heeft de academische literatuur over de tijdsinconsistentie van het monetaire beleid en de inverse relatie tussen centrale bankonafhankelijkheid en het inflatieniveau in industrielanden gezorgd voor de theoretische en empirische onderbouwing van de wettelijke benadering (voor een overzicht, zie Eijffinger en De Haan, 1996). Er dient niettemin benadrukt te worden dat wettelijke onafhankelijkheid een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde voor de feitelijke onafhankelijkheid van een centrale bank is. Dit laatste impliceert een traditie en cultuur van monetaire stabiliteit zowel binnen de centrale bank, als bij de regering en het parlement. Een dergelijke traditie en cultuur zal niet van de ene op de andere dag in de EMU gevestigd worden. Vanzelfsprekend zal de wettelijke onafhankelijkheid van de ECB het fundament zijn om geloofwaardigheid en reputatie te verwerven. Zo'n reputatie zal in de financiële markten beter verworven worden tijdens 'slecht weer' (lage economische groei) dan 'goed weer' (hoge groei). Alleen in perioden van lage economische groei kan een onafhankelijke centrale bank haar beslistheid om aan het uiteindelijke doel van prijsstabiliteit vast te houden tonen door niet te accommoderen aan inflatoire druk van politici, vakbonden en andere economische agenten. Deze hardnekkigheid van de centrale bank om niet te infleren en de groei te stimuleren zal op lange termijn beloond worden in de vorm van een grotere reputatie in de financiële markten en een minder restrictief beleid dat zij zich daardoor in de toekomst kan veroorloven.

Verder kunnen nog enkele opmerkingen gemaakt worden ten aanzien van wat het 'zesde convergentiecriteria' genoemd kan worden: de wettelijke en feitelijke onafhankelijkheid van de nationale centrale banken in de Europese Unie. Volgens het Verdrag van Maastricht behoren de nationale banken net vóór het ingaan van de derde fase van EMU onafhankelijk te zijn. Deze voorwaarde volgt logisch uit de opnemings van de nationale centrale banken in het ESCB en hun Presidenten in de Raad van Bestuur van de ECB, die geen aanwijzingen mag krijgen van regeringen of parlementen. Binnen de Europese Unie worden de Deutsche Bundesbank en de Nederlandsche Bank in het algemeen beschouwd als de meest onafhankelijke centrale banken. Behalve in het geval van Frankrijk en Spanje, is er niet zo veel voortgang op dit terrein te bespeuren. De centrale banken van Finland, Griekenland, Ierland, Italië, Portugal, Zweden en, indien de Britten mochten besluiten hun opting-out clause niet te gebruiken, ook het Verenigd Koninkrijk moeten echter nog steeds wettelijk onafhankelijk van hun nationale regering en parlement gemaakt te worden (zie Eijffinger en Schaling, 1993 en Eijffinger en Van Keulen, 1995). Het gebrek aan autonomie van de nationale centrale

banken in sommige lidstaten zal natuurlijk zeker het soepele functioneren van de ECB ondergraven en zodoende de overgang van deze landen naar de derde fase van EMU. Ik kan mij niet voorstellen dat dit aanvaardbaar zal zijn voor de stabiliteitsgeoriënteerde landen. Bovendien is het tijdstip waarop de nationale centrale banken wettelijke onafhankelijkheid verleend wordt veel te laat, aangezien formele onafhankelijkheid niet onmiddellijk een traditie van autonome besluitvorming bij de centrale bank betekent. Wettelijke verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid dient vergezeld te worden van een cultuur van stabiliteit bij de centrale bank, welke gekenmerkt wordt door een lange-termijn beleidshorizon. Het kost daarentegen tijd voordat een centrale bankier zich onafhankelijk leert te gedragen van de politiek ('Thomas Beckett effect'). Daarom moeten die landen, welke een redelijke kans hebben om in 1999 of spoedig daarna voor de derde fase van EMU te kwalificeren, hun centrale bank zo snel mogelijk door middel van een wet onafhankelijk maken. Anders zou het 'zesde convergentiecriteria' wel eens een nieuwe bottle-neck voor hen kunnen blijken te zijn om tot de derde fase van EMU toe te treden. Zie voor een ranking van de landen van de Europese Unie volgens de verschillende indices van centrale bankonafhankelijkheid tabel 1.

DE MONETAIRE BELEIDSSTRATEGIE

Er moeten nog steeds belangrijke beslissingen ten aanzien van de monetaire beleidsstrategie van de ECB genomen worden. Het uitgebreide scala van voorstellen voor deze strategie kunnen wij grofweg indelen in de volgende benaderingen: een twee-stappen benadering om de uiteindelijke doelstelling van prijsstabiliteit indirect na te streven door middel van een intermediaire of operationele doelstelling ('target'), en een één-staps benadering teneinde de uiteindelijke doelstelling rechtstreeks, dus direct, te bereiken (zie Issing, 1994). De twee-stappen benadering is gehanteerd in vele industrielanden gedurende de laatste helft van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig als gevolg van 'the long and variable lags' in de monetaire besluitvorming. Met behulp van een eng of ruim monetair aggregaat (de basisgeldhoeveelheid, M1, M2 of M3) waren de meeste landen redelijk succesvol in het terugbrengen van verwachte en feitelijke inflatie (inschuiven van de korte-termijn Phillips curve). Dit tijdperk van 'monetary targeting' was de glansperiode voor de Monetaristen. De twee-stappen benadering wordt nog met enige discretie toegepast op het continent van Europa, vooral in Duitsland. Vanwege de relatief stabiele geldvraag in Duitsland kon de Bundesbank aantonen dat 'monetary targeting' een effectieve strategie op de middellange en lange termijn is. Daarentegen werd 'monetary targeting' formeel, dan wel informeel afgeschaft in andere landen. In het bijzonder de Angelsaksische landen, zoals Australië, Canada, Nieuw-Zeeland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde

Landen	Alesina	Grilli e.a.	Eijffinger -Schaling	Cukierman (LVAU)
België	2	7	3	0,19
Denemarken	2	8	4	0,47
Duitsland	4	13	5	0,66
Finland	2	-	3	0,27
Frankrijk	2	7	2	0,28
Griekenland	-	4	-	0,51
Ierland	-	7	-	0,39
Italië	1,5	5	2	0,22
Nederland	2	10	4	0,42
Oostenrijk	-	9	3	0,58
Portugal	-	3	2	-
Spanje	1	5	3	0,21
Ver.Koninkrijk	2	6	2	0,31
Zweden	2	-	2	0,27

Bron: Eijffinger en De Haan (1996), p. 23.

TABEL 1. CENTRALE BANKONAFHANKELIJKHEID IN EU-LANDEN¹ BIJ DE VERSCHILLENDE MAATSTAVEN VAN CENTRALE BANKONAFHANKELIJKHEID
 GELDT: HOE HOGER DE SCORE, HOE ONAFHANKELIJKEER DE CENTRALE BANK. DE INDICES VAN ALESINA EN EIJFFINGER-SCHALING LOPEN VAN 1 TOT 4 RESPECTIEVELIJK VAN 1 TOT 5. DE MAATSTAF VAN GRILLI, MASCIANDARO EN TABELLINI IS DE SOM VAN HUN INDICATOREN VOOR POLITIEKE EN ECONOMISCHE ONAFHANKELIJKHEID EN LIGT TUSSEN 3 EN 13. DE ONGEWOGEN WETTELIJKE INDEX VAN CUKIERMAN (LVAU) LOOPT VAN 0 TOT 1.

Staten, waren minder succesvol bij het hanteren van 'monetary targets'. Door het hoge tempo van financiële innovatie en derhalve instabiele geldvraag in deze landen konden de beleidsmakers aldaar geen geschikte operationele doelvariabele meer identificeren. Sommige centrale banken, bijvoorbeeld het Federal Reserve System, kozen voor een eclectische benadering van het volgen van een breed spectrum van informatievariabelen variërend van de termijn- en risicostructuur van rentevoeten tot het aantal orders, bouwvergunningen, ontginningen, enzovoort. Een dergelijke strategie van 'looking at everything' was natuurlijk niet bevorderlijk voor de transparantie van het monetaire beleid. Andere centrale banken, zoals de Reserve Bank of New-Zeeland, Bank of Canada en de Bank of England hebben echter gekozen voor de één-staps benadering van 'inflation targeting' vanwege hun problemen met monetaire doelvariabelen (zie onder meer Leiderman en Svensson, 1995). Met nadruk dient opgemerkt te worden dat de werkelijke strategieën van deze centrale banken zowel in theorie, als in praktijk nogal verschillen.

Wat zou de monetaire beleidsstrategie in de derde fase van EMU moeten zijn? Ik zou sterk willen pleiten voor een twee-stappen benadering met een ruim monetair aggregaat (M3H of M4) als een operationele doelvariabele om de volgende redenen. Allereerst, heeft de relatie tussen de groei van geld in ruime zin en inflatie een solide theoretische basis en blijkt deze relatie volgens de meerderheid van de Europese geldvraagstudies naar verhouding redelijk stabiel te zijn in de monetaire unie (voor een kritische visie: Arnold, 1996). Ten tweede maken intermediaire doelvariabelen het voor het publiek gemakke-

lijker om de effectiviteit van het monetaire beleid te beoordelen. Ten derde, het hanteren van een monetaire doelstelling veronderstelt impliciet eveneens een inflatiedoelstelling. De berekening van de doelzone voor de groei van M3 baseert de Bundesbank bijvoorbeeld niet slechts op de verwachte economische groei in reële termen en de voorspelde omloopsnelheid van het geld, maar tevens op de zogenaamde 'onvermijdelijke inflatiegraad' welke tussen 0 en 2 procent ligt. Daarom is de discussie tussen 'inflation targeting' en 'monetary targeting' naar mijn mening enigszins gekunsteld. Elke inflatiedoelstelling zou ook impliciet een monetaire doelstelling inhouden. Hoewel de ECB wellicht eveneens andere informatievariabelen in beschouwing zou kunnen nemen, is er geen goed alternatief voor een middellange-termijnstrategie gefundeerd op regels en gebruikmakend van monetaire doelvariabelen.

Indien wij de monetaire indicatoren bezien, dan blijken de centrale banken in (bijna) alle lidstaten van de Europese Unie tegenwoordig een systeem van indirecte kredietbeheersing te hanteren. Dit betekent dat deze centrale banken de binnenlandse kredietexpansie en derhalve de geldgroei beheersen via de (interbancaire) geldmarktrente. De (interbancaire) geldmarktrente wordt in Duitsland, Frankrijk en de overige Europese landen gestuurd met behulp van de officiële tarieven en de open-markttransacties van de centrale bank. Daarentegen is de relevante indicator van het monetaire beleid in het Verenigd Koninkrijk niet de geldmarktrente, maar de 'base rate' die vergelijkbaar is met de 'prime rate' in de Verenigde Staten. Dat is de rente waartegen de 'clearing banks' op korte termijn uitlenen aan debiteuren van hoge kwaliteit, meestal grote onder-

nemingen. Door middel van haar 'dealing rates' beïnvloedt de Bank of England de 'base rates' en daardoor de tarieven die banken voor leningen aan de private sector berekenen (zie Eijffinger, 1993). Met betrekking tot de indicatoren is de Bank of England evenzo een uitzondering ten opzichte van de continentaal Europese centrale banken. Mochten de Britten uiteindelijk toch besluiten te participeren in de EMU, dan zal deze praktijk gewijzigd moeten worden.

HET MONETAIRE INSTRUMENTARIUM

Wat zal het arsenaal van monetaire instrumenten zijn om prijsstabiliteit in het EMU-gebied te bewerkstelligen? In het Verdrag van Maastricht en de Statuten van de ECB is met opzet gekozen voor indirecte, marktconforme instrumenten. Het is zeer aannemelijk dat de toekomstige ECB de volgende monetaire instrumenten tot haar beschikking zal hebben: (1) kasreserveverplichtingen waarvan het gemiddelde niveau op maandbasis wordt vastgesteld ('averaging'-voorziening); (2) een marginale belenings- of Lombardfaciliteit voor het verschaffen van liquiditeit aan de banken tegen tarieven die gewoonlijk boven de markttrentes liggen en dus een plafond (bovengrens) voor de geldmarkttrentes vormen; (3) een depositofaciliteit voor het opnemen van liquiditeit van de banken tegen tarieven beneden de markttrentes die zodoende een vloer (ondergrens) voor de geldmarkttrentes vormen; en (4) open-markttransacties met een vaste looptijd en uitgiftefrequentie voor het op (zeer) korte termijn sturen van de geldmarkttrentes ('fine-tuning'). Er bestaat eenstemmigheid onder de Europese centrale banken dat deze open-markttransacties een dominante rol in het geldmarktbeleid van de ECB behoren te spelen en dat het gebruik van 'outright'-transacties, 'repurchase agreements' (repo's) en valutaswaps, en de uitgifte van centrale-bankpapier niet uitgesloten dient te worden (zie hiervoor: European Monetary Institute, 1996 en Moutot, 1996). Op dit moment wordt onder Europese centrale bankiers een levendig debat gevoerd over de noodzaak van kasreserveverplichtingen als een monetair instrument. Enerzijds ziet de Bank of England kasreservepercentages als een belasting voor het bankwezen die het concurrentievermogen van de Europese banken zou ondergraven, terwijl anderzijds de Deutsche Bundesbank de verplichte kasreserves als een noodzakelijk instrument beschouwt vanaf de start van de EMU. Zij zouden volgens de Bundesbank als een gemiddelde voor een bepaalde periode toegepast moeten worden om de fluctuaties in de geldmarktrente te dempen en de vraag naar centrale-bankgeld te stabiliseren (zie Deutsche Bundesbank, 1996). Op grond van de ervaring in vele Europese landen verdient een stelsel van kasreservepercentages dat afhangt van de omloopsnelheid (geldkarakter) van bankdeposito's de voorkeur vanwege de 'automatische rem'-functie, zoals in Duitsland bij het instrument van de 'Mindestreserven' altijd toegepast werd. Wanneer de ECB een ruim monetair aggregaat (M3H

of M4) tracht te beheersen, kan zij geconfronteerd worden met grote verschuivingen binnen dit aggregaat die gecompenseerd kunnen worden door progressieve kasreservepercentages. Indien er bijvoorbeeld een overheveling van spaartegoeden naar girale tegoeden zou plaatsvinden, dan zou het aggregaat constant kunnen blijven ondanks het feit dat het geldkarakter daarvan en het effect op de bestedingen zou toenemen. Door een hoger kasreservepercentage voor girale tegoeden dan voor spaartegoeden, zullen de banken minder vrije reserves overhouden om geld te creëren waardoor de monetaire verruiming automatisch gesmoord zal worden. Het spreekt vanzelf dat de kasreserveverplichtingen volledig geharmoniseerd dienen te worden op een manier dat financiële desintermediatie zoveel mogelijk voorkomen wordt.

DE OVERGANG NAAR DE EURO

In december 1995 is door de Europese Raad te Madrid het introductiescenario voor de euro in hoofdlijnen vastgesteld. Daaraan voorafgaand zijn drie studies verricht, die bepalend waren voor de discussie over en de keuze van het uiteindelijke introductiescenario (voor een overzicht, zie Maas, 1996). Allereerst heeft de Europese Commissie (EC) in mei 1994 uitgeledingen van het bankwezen en bedrijfsleven de 'Expert Group on the changeover to the Single Currency' ingesteld, ook wel naar zijn voorzitter de Maas-groep genoemd. Volgens de Maas-groep scoort hun 'Delayed Big Bang'-scenario beter met betrekking tot de geloofwaardigheid van het overgangsproces en minimaliseert het de hiermee verbonden kosten en risico's. Dit scenario houdt in dat alleen transacties in het girale verkeer tussen de ECB en de nationale centrale banken van de deelnemende landen worden uitgevoerd in de gemeenschappelijke munt. Overige transacties blijven verricht worden in nationale valuta's. De 'Big Bang' wordt uitgesteld tot het moment dat de nieuwe bankbiljetten en munten fysiek beschikbaar zijn. Vervolgens nam de EC in mei 1995 een Groenboek ('Green Paper') aan betreffende de wijze van invoering van één munteenheid, dat meer politiek gemotiveerd was dan de rapporten van de Maas-groep. Het referentiescenario van het Groenboek voor de introductie van gemeenschappelijke munt bestaat uit drie fasen (A, B en C). De basisfilosofie van de EC is die van een 'Mounting Wave' bedoeld om het transitieproces zo snel mogelijk van voldoende kritische massa te voorzien teneinde dit proces onomkeerbaar te maken. Het 'Mounting Wave'-scenario gaat er impliciet vanuit dat het onherroepelijk vastleggen van wisselkoersen niet voldoende zal zijn. Tenslotte heeft het Europees Monetair Instituut (EMI) zijn in november 1995 gepresenteerde voorkeursscenario weer gebaseerd op het referentiescenario uit het Groenboek van de EC (zie European Monetary Institute, 1995). Hoewel beide scenario's qua fasering en tijdsduur vrijwel overeenkomen, is het belangrijkste verschil dat het EMI binnen de gegeven fasen minder druk zet achter een snel-

Land	20-1-97	Één week eerder	Vier weken eerder
Duitsland	100 %	100 %	100 %
Frankrijk	100 %	100 %	100 %
Nederland	100 %	100 %	100 %
België	100 %	100 %	100 %
Spanje	83 %	81 %	78 %
Zweden	76 %	78 %	77 %
Italië	74 %	72 %	68 %
Denemarken	56 %	54 %	45 %
Verenigd Koninkrijk	42 %	41 %	39 %

TABEL 2. DE EMU-CALCULATOR (J.P. MORGAN) BRON: THE FINANCIAL TIMES, 21 JANUARI 1997, P. 3.

NOOT: DE EMU-CALCULATOR GEEFT DE WAARSCHIJNLIJKHEID OP WEEKBASIS WEER WAARMEE DE BETREFFENDE LANDEN VOLGENS DE FINANCIËLE MARKTEN WENSEN EN KUNNEN DEELNEMEN AAN DE EMU VANAF 1 JANUARI 1999. DE BELEGGINGSBANK J.P. MORGAN BEREKENT DEZE WAARSCHIJNLIJKHEID OP GROND VAN TARIEVEN IN DE RENTESWAPMARKT ('INTEREST RATE SWAP MARKET') WAARDOOR DE SELECTIE IN DE TABEL BEPERKT WORDT TOT DIE LANDEN WELKE EEN LIQUIDE SWAPMARKT HEBBEN.

le invoering van de euro. Het EMI bepleit dan ook het principe van 'geen belemmering, geen verplichting' voor het gebruik van de euro in de interimperiode (1 januari 1999 tot maximaal 1 januari 2002), terwijl de EC dit juist sterk wil stimuleren. Het uiteindelijke gekozen scenario door de Europese Raad eind 1995 in Madrid heeft een middenpositie tussen de beide laatste scenario's ingenomen met een 'bias' richting het EMI-scenario (zie Maas, 1996, p. 36-38). Na de keuze van deelnemende landen zo vroeg mogelijk in 1998, zal de productie van euro-bankbiljetten en -munten gestart worden. Op 1 januari 1999 zullen de wisselkoersen van de betreffende landen gefixeerd worden en zal de girale euro geïntroduceerd worden. Vanaf dat moment zal de ECB ook het gemeenschappelijk monetair beleid in euro's voeren. Dan zal tevens de uitgifte van overheidsschuld van die landen in euro's plaatsvinden. De introductie van de chartale euro zal uiterlijk op 1 januari 2002 geschieden (of zoveel eerder als mogelijk is gegeven de productietijd van bankbiljetten en munten). Maximaal zes maanden ná de invoering van de chartale euro, dus uiterlijk op 1 juli 2002, zullen de nationale bankbiljetten en munten uit circulatie verdwijnen. Dan zullen de publieke en private sector compleet omgeschakeld zijn op euro's en zal de kapitaalmarkt in de deelnemende landen volledig in euro's gedomineerd zijn.

HET CONVERGENTIESPEL

Zo spoedig mogelijk in 1998, waarschijnlijk in maart of april, zal de Europese Raad ná consultatie van de EC en het EMI op grond van de convergentiecriteria met betrekking tot de gerealiseerde inflatiegraad, kapitaalmarktrente, het begrotingsstekort en de staatsschuld (als percentage van het BBP) in de kandidaatlanden over het jaar 1997 een beslissing nemen welke landen wel (de 'ins') en welke nog niet (de 'pre-ins') deel kunnen nemen aan Fase 3 van EMU per 1 januari 1999². De financiële markten zijn hierdoor de laatste jaren steeds meer in de

ban geraakt van het zogenoemde 'convergentiespel' ('convergence play'), waarbij zij op basis van de voorspelde inflatiegraden, kapitaalmarktrentes, en vooral begrotingstekorten en veranderingen in de staatsschuld een inschatting proberen te maken of een kandidaatland zich wel of niet zal kwalificeren voor de Derde Fase van EMU. Immers, indien een land meedoet aan de EMU, impliceert dit dat er voor de financiële markten duidelijke garanties bestaan voor de inflatie(verwachtingen), kapitaalmarktrente, het begrotingstekort en de staatsschuld in de toekomst. Dit zal nu al tot uitdrukking komen in de kapitaalmarktrente in het betreffende land, die een sterk 'forward-looking'-karakter heeft. Dientengevolge kunnen de huidige kapitaalmarktrentes in de Europese Unie opgevat worden als de waarschijnlijkheid dat de verschillende landen zich volgens de financiële markten zullen kwalificeren voor de EMU-kerngroep. Volgens dit convergentiespel zijn de meest waarschijnlijke kern-groep-landen in januari 1999 ('tier 1') België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en wellicht Zweden (zie bijvoorbeeld: American Express Bank, 1996). Denemarken, Italië, Portugal, Spanje en het Verenigd Koninkrijk zijn 'tier 2'-landen die in 2000-2001 zullen volgen en Griekenland, Noorwegen en Zwitserland zijn 'tier 3'-landen die wellicht in 2002 of later aan zullen sluiten bij de EMU.

Uit tabel 2 blijkt dat de waarschijnlijkheid waarmee Duitsland, Frankrijk, Nederland en België (en dus ook Luxemburg) volgens de financiële markten worden geacht deel te nemen aan de derde fase van EMU vanaf 1 januari 1999 100 procent is. Voor landen, zoals Spanje, Zweden en Italië, zijn deze percentages aanmerkelijk lager en redelijk stabiel. In het geval van landen met een 'opting out'-clausule, dus Denemarken en het Verenigd Koninkrijk, is de waarschijnlijkheid dat deze landen al in januari 1999 meedoen ongeveer fifty-fifty. Indien wij deze inschatting van de financiële markten vergelijken met de wenselijkheid volgens de bevolking in de diverse landen om

reeds vanaf het begin in 1999 de euro in te voeren, dan zijn er enige opmerkelijke verschillen waar te nemen. Uit een enquête van Eurobarometer in april/mei 1996 blijkt dat het percentage van de bevolking dat vóór de invoering van de euro in Duitsland 40 procent, in Frankrijk 59 procent, in Nederland 66 procent, in België 53 procent, in Spanje 62 procent, in Zweden 27 procent, in Italië 78 procent, in Denemarken 36 procent en in het Verenigd Koninkrijk 34 procent te zijn. Blijkbaar komen de inspanningen van de politieke elite in Italië en het Verenigd Koninkrijk wat betreft de (niet) toetreding tot de EMU overeen met het gevoel in de bevolking in deze landen. In kerngroep-landen, zoals Duitsland, Frankrijk, België en tot op een zekere hoogte Nederland, is de bevolking echter aanmerkelijk sceptischer dan de politieke elite doet voorkomen. Dit geldt in mindere mate voor landen als Spanje en Denemarken.

DE CONVERSIEKOERSEN

Op 1 januari 1999 worden de wisselkoersen onherroepelijk vastgelegd. Elke munt krijgt een vaste conversiekoers tegenover de euro. Bovendien zal de euro de opvolger van de ecu worden, zodanig dat één euro gelijk zal zijn aan één ecu. Daarnaast stelt het Verdrag van Maastricht dat de externe waarde van de ecu niet mag veranderen, hetgeen een verdere randvoorwaarde voor het vaststellen van de conversiekoersen vormt. Het probleem van de conversiekoersen vloeit voort uit het feit dat het besluit omtrent het deelnemen aan de EMU in het voorjaar van 1998 dient te vallen, terwijl de beslissing over het vaststellen van de conversiekoersen slechts op 1 januari 1999 genomen kan worden. Dit creëert een overgangperiode van onzekerheid ten aanzien van de conversiekoersen en zou kunnen leiden tot speculatie tegen sommige valuta's. Het probleem van de conversiekoersen kan grofweg op twee manieren opgelost worden (zie hiervoor: De Grauwe, 1996). De eerste oplossing is om de conversiekoers aan te kondigen op hetzelfde moment als de beslissing over het EMU-lidmaatschap, dus begin 1998. Het voordeel van deze benadering is dat er sprake zal zijn van een stabiele overgangperiode, als de financiële markten deze aankondiging geloven. Indien de markten de aangekondigde conversiekoersen daarentegen niet geloofwaardig achten, dan zullen deze ongetwijfeld door hen getest gaan worden. Het zal duidelijk zijn dat dergelijke (grote) speculatieve aanvallen de Europese valutamarkten kunnen destabiliseren. De tweede oplossing voor het probleem is gelegen in het niet aankondigen van conversiekoersen in de lente van 1998 en de bepaling hiervan aan de markten over te laten. Dit impliceert derhalve dat de marktkoers op 31 december 1998 gelijk zou zijn aan de conversiekoers op 1 januari 1999. Een dergelijke aankondiging om de conversiekoersen niet te fixeren kan weliswaar speculatieve aanvallen uitsluiten, maar kan als nadeel hebben dat de marktkoersen (meer) volatiel worden en afdrijven van hun fundamentele waarde en de conversiekoersen dus

'onjuist' worden vastgesteld. Deze beide oplossingen kunnen als twee extremen opgevat worden, waarbinnen een ruim scala van tussenoplossingen mogelijk zijn. Een voorbeeld van zo'n tussenoplossing is de Lamfalussy-regel, genoemd naar de huidige President van het EMI. Volgens de Lamfalussy-regel dient de aangekondigde conversiekoers gelijk te zijn aan een gewogen gemiddelde van de marktkoersen gedurende een bepaalde periode voorafgaand aan de EMU. In concreto, heeft Lamfalussy voorgesteld een gewogen gemiddelde van de marktkoersen in 1996, 1997 en 1998 te gebruiken om de conversiekoers op 1 januari 1999 te berekenen. Er dient opgemerkt te worden dat ook de Lamfalussy-regel onderhevig is aan een geloofwaardigheidsprobleem in die zin dat de financiële markten eraan kunnen twijfelen of de aangekondigde regel inderdaad op het tijdstip van de conversie gehanteerd zal gaan worden. Volgens De Grauwe (1996) veroorzaakt de Lamfalussy-regel meer problemen dan hij oplost. De regel leidt volgens hem niet alleen tot onvoorspelbare volatiliteit van de koersen op het moment van aankondiging, maar tevens tot het sterk afdrijven ('substantial drift') van de wisselkoers ná de aankondiging. Dit betekent dat ook bij een compromis als de Lamfalussy-regel een grote mate van onzekerheid zal blijven bestaan over de exacte waarde van de conversiekoersen op 1 januari 1999. De Grauwe meent dat de aankondiging van de vaste conversiekoersen op het tijdstip dat de deelnemers geselecteerd worden (begin 1998) grote voordelen met zich meebrengt, in het bijzonder wanneer een dergelijke aankondiging gekoppeld wordt aan een 'commitment technology' dat de conversiekoersen slechts met unanimitieit aangepast kunnen worden. Dit elimineert de mogelijkheid van een 'laatste devaluatie' door individuele landen. Daarnaast pleit hij ook voor 'institutional frontloading', waarmee bedoeld wordt dat sommige institutionele veranderingen – bijvoorbeeld het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid – naar voren gehaald worden in de tijd (begin 1998 in plaats van januari 1999). Door het op dat moment ontbreken van een verantwoordelijke institutie (ECB) is zo'n 'institutional frontloading' naar mijn mening toch weinig realistisch en zal vooral naar andere vormen van 'commitment technology' gezocht moeten worden.

TENSLLOTTE: UITSTEL, AFSTEL OF GEWOON DOORGAAN?

Op dit moment woedt er door Nederland een hernieuwde discussie over de kosten en baten van de EMU. Links en rechts pleiten voor uitstel of zelfs afstel, elk op basis van de bekende argumenten tegen de EMU³. Deze argumenten komen in het kort neer op het bestaan van asymmetrische schokken die niet meer met het wisselkoersinstrument gecorrigeerd kunnen worden en die binnen de muntunie ook niet door andere aanpassingsmechanismen, zoals een federaal budget, arbeidsmobiliteit of loonflexibiliteit, opgevangen zullen worden (zie

voor een analyse hiervan: De Grauwe, 1994). De discussie over de kosten en baten van een gemeenschappelijke Europese munt is reeds bijna een decennium aan de gang. Hoewel deze discussie nogal kwalitatief van aard is, is er toch sprake van enige consensus onder Europese academici en beleidsmakers in die zin dat men er van uitgaat dat de kosten over het algemeen tijdelijk zijn en de baten een meer permanent karakter hebben en zich vooral op (zeer) lange termijn zullen manifesteren. Blijkbaar heeft men, bij de ondertekening van het Verdrag van Maastricht, gevonden dat de baten groter zijn dan de kosten van het moeizamer kunnen reageren op asymmetrische schokken. Ondertussen zijn er echter nieuwe kosten bijgekomen, die zich voordoen bij het uitstellen of zelfs afstellen van het gehele EMU-project. Deze kosten zijn inmiddels aanzienlijk en zij lopen elke dag verder op. Welke kosten zijn dat? Allereerst plegen overheidsinstellingen, centrale banken, banken, overige financiële instellingen en ondernemingen op dit moment reeds enorme investeringen om het krappe tijdschema te halen van de overgang op de girale euro in 1999 en de chartale euro in 2002 (of eventueel eerder). Deze investeringen in hardware, software, menselijk kapitaal, enz. zijn nu al gigantisch. Daarnaast zal uitstel of afstel van de muntunie ongetwijfeld tot veel hogere kapitaalmarktrentes en rentebetalingen op publieke en private schuld leiden. Zoals in het voorafgaande (zie het convergentiespel) al opgemerkt was, is de kapitaalmarktrente de laatste jaren steeds meer een barometer geworden die de kans aangeeft dat een lidstaat zal participeren in de EMU-kerngroep vanaf 1 januari 1999. Tegenvallende begrotingstekorten of uitspraken van (ex-)politici dat bepaalde landen zich niet op tijd kwalificeren voor de EMU, worden door de financiële markten vrijwel direct in hogere kapitaalmarktrentes voor die landen vertaald. Dit resulteert vanzelfsprekend in een hogere rentelast voor de overheid, huizenbezitters met hypotheek en een lagere cash flow voor ondernemers. De sterk toegenomen kosten van uitstel of afstel hebben de hele EMU-exercitie eigenlijk nu al een onomkeerbaar proces gemaakt. Dit staat los van de vraag of het voor Nederland en andere landen nog verdragsrechtelijk mogelijk zou zijn om, indien deze landen voldoen aan de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht, alsnog te besluiten niet tot de EMU toe te treden. Mijn advies luidt derhalve: doen, maar met een minimum aan politieke interpretatie van de budgettaire convergentiecriteria.

NOTEN

1. Voor Frankrijk zijn alle indices gebaseerd op de oude centrale bankwet. De nieuwe centrale bankwet in Spanje is alleen meegenomen bij de Eijffinger-Schaling index, de overige indices zijn uitgegaan van de oude centrale bankwet.
2. Daarnaast moeten de kandidaatlanden ook over tenminste de laatste twee jaar voldoende wisselkoersstabiliteit voor hun valuta gekend hebben in die zin dat zij deelgenomen hebben aan het EMS-wisselkoersmechanisme zonder dat zij gedevalueerd

hebben op eigen initiatief. Vanwege de $\pm 15\%$ -marge van de EMS-band wordt aangenomen dat dit convergentiecriteria niet verder beperkend zal zijn bij de vaststelling van de participerende landen. Het is om deze reden dat de Finse markka en de Italiaanse lire recentelijk tot het EMS-wisselkoersmechanisme toegetreden zijn.

3. De toekomst van de Europese muntunie: Bolkensteins weerszin, NRC Handelsblad, 11 februari 1997; Met deze EMU kiest Europa verkeerde weg, Volkskrant, 13 februari 1997.

LITERATUUR

- American Express Bank, 'EMU: A Boost to European Markets', in: *Economics for Investment*, Londen, november 1996, p. 2-5.
- Arnold, I.J.M., *Empirical Essays in Monetary Economics*, Dissertatie, Erasmus Universiteit, Rotterdam 1996.
- Bishop, G., J. Pérez en S. van Tuyll van Serooskerken (red.), *User Guide to the Euro*, Federal Trust, Londen 1996.
- Deutsche Bundesbank, *Die Deutsche Bundesbank: Geldpolitische Aufgaben und Instrumente*, Sonderdrucke nr. 7, Frankfurt-am-Main 1989, p. 113-138.
- Deutsche Bundesbank, *Annual Report 1995*, Frankfurt-am-Main 1996.
- Eijffinger, S.C.W., 'Convergence of Monetary Policies in Europe: Concepts, Targets and Instruments', in: K. Gretschmann (red.), *Economic and Monetary Union: Implications for National Policy-Makers*, Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht/Boston/Londen 1993, p. 169-193.
- Eijffinger, S.C.W., *Future European Monetary Policy*, Inaugurale Rede, Humboldt Universiteit, Berlijn 1996.
- Eijffinger, S.C.W., *The Optimal Conservativeness of the European Central Bank*, Paper for the CEPR/European Forum of the European University Institute Conference 'Economic Policy in a European Monetary Union', Florence, 5/6 December 1996.
- Eijffinger, S.C.W. en J.L. Gerards (red.), *European Monetary Integration and the Financial Sector*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam 1993.
- Eijffinger, S.C.W. en E. Schaling, 'Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries', in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, nr. 184, maart 1993, p. 1-41.
- Eijffinger, S.C.W. en M. van Keulen, 'Central Bank Independence in Another Eleven Countries', in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, nr. 192, maart 1995, p. 39-83.
- Eijffinger, S.C.W. en J. de Haan, 'The Political Economy of Central-Bank Independence', in: *Princeton Special Papers in International Economics*, nr. 19, International Finance Section, Princeton University, Princeton 1996.
- European Monetary Institute, *The Changeover to the Single Currency*, Frankfurt-am-Main 1995.
- European Monetary Institute, *Annual Report 1995*, Frankfurt-am-Main 1996.
- De Grauwe, P., *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford 1994.
- De Grauwe, P., *How To Fix Conversion Rates at the Start of EMU*, Paper for the CEPR/European Forum of the European University Institute Conference 'Economic Policy in a European Monetary Union', Florence, 5/6 December 1996.
- Leiderman, L. en L.E.O. Svensson (red.), *Inflation Targets*, Centre for Economic Policy Research, Londen 1995.
- Maas, C., De nieuwe Europese munt: 'Van concept naar project', in: *Financiële &*

Monetaire Studies, jrg. 14, nr. 3, Wolters-Noordhoff, Groningen 1996.

Moutot, P., *The Operating Framework for European Monetary Union*, Londen 1996.

Issing, O., 'Monetary Policy Strategy in the EMU', in: J.A.H. de Beaufort Wijnholds, S.C.W. Eijffinger en L.H. Hoogduin (red.), *A Framework for Monetary Policy*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht/Boston/Londen, p. 135-148.

Rabobank Nederland, *Uw bedrijf en de euro*, Stafgroep Economisch Onderzoek, Utrecht 1996.

Schlesinger, H., *The Passage to the Euro*, CEPS Working Party Report, nr. 16, Brussel 1996.